

Caracteritzant la rendibilitat de cellers espanyols, la transició cap a una major grandària de les empreses familiars

José Luis Gallizo Larraz^a i Jordi Moreno Gené^{b*}

^a Director de la Càtedra d'Empresa Familiar de la Universitat de Lleida

^b Professor lector en el departament d'Administració d'Empreses de la Universitat de Lleida

*Correu de contacte: Jordi.moreno@udl.cat

Rebut 25 de juny 2020; Acceptat 15 de juliol 2020

Resum

El sector vinícola espanyol és un dels principals productors i venedors a nivell internacional, no obstant això, les rendibilitats obtingudes pels seus cellers disten de les d'altres països i a més hi ha notables diferències entre elles. Aquest estudi pretén identificar aquells factors que expliquen uns majors nivells de rendibilitat, tant per al conjunt del sector com d'una manera específica per a les empreses familiars. Per a això, s'analitza un conjunt de dades de panell corresponents a 505 cellers espanyols durant el període 2014-2018 mitjançant un model d'efectes aleatoris. Els resultats, a més de mostrar l'efecte positiu de la gestió familiar, confirmen la importància de factors relacionats tant amb la dimensió, com amb l'eficiència i gestió del celler. Així, la concessió de major crèdit comercial o un major cicle d'emmagatzematge del producte són factors que contribueixen a millorar la rendibilitat en augmentar la qualitat i treballar amb majors marges.

Classificació JEL: G32, L25, L66,

Paraules Clau: Sector vinícola, rendibilitat econòmica, empresa familiar, dimensió.

1. Introducció

Espanya és un gran productor de vi que permet a un ampli nombre de cellers espanyols competir en un mercat global en el qual lidera les vendes en volum, per davant dels principals competidors que són Itàlia i França (OeMv, 2018). Malgrat ser líder en venda de vi, els ingressos del sector a Espanya tan sols aconsegueixen una tercera part dels ingressos obtinguts a França, un dels seus principals competidors (OeMv, 2018).

Les empreses del sector a Espanya funcionen amb baixos preus de venda, la qual cosa dificulta aconseguir un nivell de rendibilitat competitiu, encara que s'observen diferències en els seus índexs de rendibilitat. De fet, hi ha empreses eficients en la seva gestió que aconsegueixen posicionar els seus productes en mercats exteriors obtenint bons resultats. La majoria de les empreses produeixen diferents varietats de vi que es

venen a preus molt diversos i que han de col·locar estratègicament en els mercats. A més, en la indústria del vi no sols és important la quantitat de vi produït si no també la qualitat i l'experiència del celler per a comercialitzar-ho (Medina i Martínez, 2012).

Per tant, ens trobem davant una indústria en la qual les empreses han d'adaptar-se a un mercat global per a millorar els seus resultats, però també a les condicions d'un mercat el consum intern del qual està en descens des de fa dues dècades. En aquestes condicions, la sortida a nous mercats de consum de vi és obligada per a les empreses espanyoles, fins i tot en els cellers petits el futur és el mercat exterior (Ballesteros, 2018).

Donada l'àmplia variabilitat dels índexs de rendibilitat entre les empreses del vi (Jordán et al., 2010), aquest treball està dirigit a obtenir els principals factors que expliquen una major rendibilitat de les empreses vinícoles espanyoles. Interessa esbrinar la importància de la grandària i els diferents estils de gestió que guien a una empresa quan la majoria del capital és de caràcter familiar i, en particular, conèixer la importància que té la propietat del capital de l'empresa i la seva antiguitat. Per a això analitzarem un conjunt de dades de panell corresponents a cellers espanyols mitjançant un model d'efectes aleatoris.

Després de plantejar el context i l'objectiu de l'estudi, la resta de l'article s'organitza com segueix, en la secció 2 revisem la literatura prèvia en el sector del vi referent a la influència de la grandària i la propietat, també revisem i discutim quins han estat els factors determinants de rendibilitat en treballs anteriors del sector del vi. La secció 3, es dedica a explicar la base de dades i les variables considerades en l'estudi. En la secció 4 s'analitzen els principals resultats dels models estadístics emprats. Finalment, s'expressen les conclusions de l'estudi, les seves limitacions i futures línies de recerca.

2. Revisió de la literatura

Obtenir una rendibilitat de les inversions suficient és una necessitat de les empreses que els permet invertir en el seu futur per a progressar en creixement i remunerar al seu capital propi. En aquest treball, ens interessa analitzar la rendibilitat enfront de les característiques que faciliten la seva obtenció, en particular, respecte a la grandària dels cellers, hi ha treballs d'investigació que han trobat una estreta relació entre totes dues variables (Sellers i Alampi-Sottini, 2016). En els cellers més petits, la variabilitat dels marges de beneficis observats és un perill que afecta la seva viabilitat. Una conseqüència de la volàtil i feble rendibilitat experimentada per cellers de reduïda dimensió és la incapacitat d'acumular beneficis retinguts. En contrast amb els cellers més grans que generalment són capaços d'acumular major quantitat de reserves de capital, el que els permet afrontar cada campanya en millors condicions financeres (Deloitte, 2019).

Entre les empreses que operen en el sector del vi, un elevat número són de propietat familiar, normalment, de menor grandària que les no familiars. L'estructura i la forma de govern de les empreses familiars ha estat àmpliament estudiada amb la finalitat de trobar diferències enfront de les no familiars i identificar factors propis que afecten la rendibilitat (Mazzi, 2011). El fet de ser empresa familiar pot intervenir a favor de la rendibilitat pels menors costos d'agència que suposen la seva activitat (Soler et al., 2017). Però, alhora, la menor grandària juga en contra de l'operativitat en el mercat exterior obligant a les petites empreses a agrupar-se o a crear aliances i marques

col·lectives per a millorar la seva competitivitat (Fishman et al., 2018). Treballs previs han provat que una major grandària pot ser un avantatge competitiu en un sector en el qual les grans empreses són relativament més eficients que les petites. S'ha obtingut que les empreses de major grandària poden beneficiar-se d'economies d'escala, capacitat d'emmagatzematge i inversió en millorar la seva imatge de marca per a vendre els vins a l'exterior (Sellers i Alampi-Sottini, 2016).

Un altre factor influent en la rendibilitat dels cellers grans i petits és la venda dels vins de qualitat, aquells que es comercialitzen sota una distinció d'envelliment, aquesta producció està augmentant progressivament. És important tenir en compte que, encara que el volum de producció per a vins de criança o reserva a Espanya és comparativament baix, el valor de la seva venda en el mercat és més del doble que el dels vins a granel (Ballesteros, 2018). Per tant, l'aposta per productes de major o menor envelliment mitjançant marques individuals o col·lectives determinarà l'estratègia de mercat adoptada que influirà en la rendibilitat (Sellers i Mas, 2013). També hi ha productes ecològics que molts cellers estan incorporant en la seva producció, no obstant això, encara no es disposen de dades estadístiques en mancar de la seva pròpia classificació aranzelària. En aquest cas, les estadístiques disponibles en relació amb l'exportació de productes orgànics continuen sent de poc confiança, la qual cosa dificulta analitzar la importància del mercat en termes de volum, valors i destinacions principals (Fuentes et al., 2015).

Per al conjunt de cellers espanyols existeix un mercat de granel que funciona amb preus molt baixos, i això és degut a la falta d'integració vertical per a una gran part de la producció. La falta d'integració vertical en nombroses empreses entre l'elaboració del vi d'una banda i l'envelliment i embotellat per un altre, impedeix obtenir vins de major qualitat i de major preu en el mercat (MAPA, 2005). El repte principal és reduir la venda de granel barats, alguna cosa que es produeix per la situació excedentària del mercat i la falta d'estructures productives (OeMv, 2018).

Per a analitzar aquest context, ens interessa determinar el ràtio d'emmagatzematge d'existències/vendes. És un indicador de control usat per les associacions de productors en un intent de cuidar l'estabilitat dels preus. En els cellers de Rioja, aquest valor oscil·la entorn de 3, mentre que en altres denominacions, com Castella-la Manxa està molt per sota d'1 (Barco, 2015). Els experts a La Rioja consideren que si el ràtio es troba entre 3,07 i 3,09 els preus romanen estables perquè és necessari mantenir en magatzem un component d'estoc **de qualitat** (Barco, 2015). En cellers on la qualitat és alta, aquest ràtio manté una proporció de vi en envelliment necessari per a oferir al mercat un producte de qualitat de fàcil sortida a l'exterior i a millor preu. En aquest treball calcularem el ràtio d'emmagatzematge per a la mostra d'empreses i ho integrarem en el model de regressió amb la finalitat d'obtenir resultats sobre la importància de mantenir existències de vi en procés d'envelliment en magatzem.

Al costat dels factors esmentats, existeixen uns altres de caràcter financer i comuns a altres sectors que poden ser influents en la determinació de la rendibilitat (García i Avella, 2007). Diversos treballs s'han ocupat d'analitzar els factors determinants de la rendibilitat dels cellers de vi, per pocs per a empreses espanyoles. En el cas d'Espanya, Sellers i Más han estimat determinants de la rendibilitat amb l'objectiu d'obtenir evidència sobre l'efecte de les marques col·lectives proporcionades per les denominacions d'origen (Sellers i Más, 2013). Per a la indústria del vi al Piemont

d'Itàlia, Bava i Gromis di Trana (2016) han analitzat els determinants de la rendibilitat. Per als cellers d'aquesta regió obtenen una relació positiva en la grandària de la bodega i la intensitat de l'exportació. Per a un petit país productor com Portugal, amb una forta presència en el mercat internacional, Rebelo et al. (2018) obtenen que el mercat de vi justificaria la coexistència de cellers de diferents grandàries i tecnologies de producció, carregant diferents preus per a diferents vins d'acord amb les preferències i la disponibilitat de pagament del consumidor. Els seus resultats no són clars en quant a la resta de determinants, indicant que, el rendiment dels cellers és un constructe multidimensional que exhibeix similituds i diferències d'acord amb els índexs usats, però al final, obtenen amb claredat que la grandària de les empreses és el que clarament incrementa la seva *performance* d'exportació (Rebelo et al., 2018).

3. Mostra i metodologia

La mostra utilitzada en aquest estudi consisteix en un total de 505 cellers espanyols les dades dels quals es troben disponibles en la base SABI (Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics) elaborada per Bureau Van Dijk, i que constitueix la principal base de dades econòmiques i financeres d'empreses espanyoles.

Per a la identificació dels cellers en la base SABI hem utilitzat el seu codi d'activitat d'acord amb la classificació industrial CNAE 2009. Seleccionant per a l'estudi aquelles empreses l'activitat principal de les quals queda recollida en l'epígraf "1102. Elaboració de vins". Posteriorment, hem eliminat de l'estudi a les microempreses, en considerar que la seva activitat no es correspon exactament amb la de la mena de cellers que volem analitzar en aquest estudi. Per a això, s'ha pres en consideració la definició de la Comissió Europea per a Petites i mitjanes empreses (Commission Recommendation 2003/361/EC), la qual considera microempreses aquelles que tenen menys de 10 treballadors i la facturació dels quals i/o actiu no excedeix dels 2 milions d'euros.

Finalment, hem filtrat la mostra seleccionant únicament aquelles empreses per a les quals hi havia dades disponibles per a tots els anys del període 2014-2018. L'estudi s'ha centrat en aquests 5 anys per a evitar que els efectes de la recessió econòmica viscuda a Espanya durant els anys anteriors i fins a l'any 2013 poguessin afectar els resultats d'aquest. Aquest estudi, per tant, s'emmarca en un context de moderat creixement econòmic i també de les exportacions de vi espanyol, que en aquest període analitzat no ha deixat de créixer (OeMv, 2018). A més, hem eliminat de la mostra aquelles observacions que podien considerar-se atípiques, com per exemple les corresponents a empreses amb un patrimoni net negatiu, amb l'objectiu de mitigar l'impacte dels valors extrems així com de potencials errors en les dades.

Després d'aplicar aquests filtres, els 505 cellers espanyols inclosos en l'estudi proporcionen un panell de dades no balancejat compost per un total de 2.361 observacions.

3.1. Variables del model

- Variable dependent

Com a variable dependent hem seleccionat la rendibilitat econòmica (ROA), calculada com el benefici abans d'interessos i impostos dividit per l'actiu total. Arran de l'elevada disponibilitat d'aquesta variable, i de la seva capacitat informativa, el seu ús resulta molt habitual en la literatura a l'hora d'analitzar el funcionament en qualsevol sector, inclosos

el sector agroalimentari (Grau i Reig, 2015; Gallizo et al., 2019) o específicament el sector vinícola (Bava i Gromis di Trana, 2016; Sellers i Alampi-Sottini, 2016).

- Variable explicativa

El caràcter familiar del celler: Com a variable explicativa hem pres una variable dicotòmica que pren el valor 1 quan la societat és de propietat familiar i 0 quan és de propietat no familiar. Un dels principals reptes en aquesta mena d'estudis és classificar les empreses en familiars i no familiars, a causa de l'absència d'una definició oficial, i a l'existència de més de 90 definicions identificades a Europa (Mandl, 2008). En aquest estudi hem adoptat la definició utilitzada per el Instituto Español de la Empresa Familiar (2015), la qual, si bé es basa en els percentatges de capital en mans de la família propietària, té en compte que no és adequat aplicar els mateixos percentatges per a totes les empreses, ja que, en empreses amb una propietat més dispersa, no és necessari un percentatge de propietat tan elevat per a exercir el control sobre la companyia. Sota aquesta consideració, una empresa adquireix la consideració d'empresa familiar en els següents casos:

- Estructura de propietat dispersa (cap accionista posseeix més del 50% del capital). L'empresa serà familiar si una persona o família posseeix més d'un 5% individual o un 20% en el seu conjunt i a més l'accionista persona física és membre del Consell d'Administració o són accionistes amb més del 20% del capital i directiu. En cas contrari l'empresa serà classificada com no familiar.
- Estructura de propietat concentrada (algun accionista posseeix més del 50% del capital). L'empresa serà familiar quan l'accionista membre de la família controli la propietat amb un percentatge elevat (50,01%), o bé en la qual existeixin accionistes-directors membres de la família amb una participació superior al 50,01%. Sent empreses no familiars aquelles que no compleixin aquest criteri.

A l'empresa familiar se li suposen uns avantatges derivats de la reducció dels problemes d'agència perquè el propietari també és l'administrador, i és probable que els seus interessos siguin més paral·lels als objectius de l'empresa que el que tindria un CEO en una empresa no familiar. S'ha provat que aquesta característica de l'empresa augmenta la confiança dels creditors per a prestar recursos financers i per això poden fer front en millors condicions a períodes d'escassetat de recursos (Vaknin, 2010).

Anteriorment, Soler et al. (2017), van obtenir mitjançant una anàlisi de mitjanes uns majors nivells de rendibilitat dels cellers familiars respecte a les no familiars en el sector vinícola espanyol. En analitzar el sector vinícola en altres països com França i Itàlia, estudis previs també han reportat un millor comportament de l'empresa familiar respecte de la no familiar quant a rendiment econòmic (Bresciani et al., 2016; Broccardo et al., 2015). Per això, en el nostre estudi també esperem que es confirmi la influència positiva que el caràcter familiar de la propietat exerceix sobre la rendibilitat econòmica en el sector vinícola espanyol.

- Variables de control

En quant a variables de control en el model, després de revisar la literatura hem considerat necessari incloure variables corresponents a 4 categories diferents, d'una manera semblant a com es va fer per al conjunt del sector agroalimentari a Grau i Reig (2015). Concretament: Eficiència, grandària, palanquejament i altres variables. La Taula 1 mostra la relació de variables considerades, així com les magnituds econòmico-financeres amb les quals s'han construït i la relació esperada amb la variable dependent.

En quant a variables d'eficiència, s'han considerat les mateixes que en l'estudi de Grau i Reig (2015): Rotació de l'actiu i eficiència en costos. En aquest sentit, uns majors nivells d'eficiència indiquen tant un millor ús dels actius de l'empresa com de les despeses en què aquesta incorre, per la qual cosa en tots dos casos s'espera una influència positiva d'aquestes variables sobre la rendibilitat en les empreses vinícoles. En aquesta línia, Grau i Reig (2015) i altres treballs com, Gallizo et al. (2019), ja van verificar aquesta influència positiva en relació amb la rendibilitat del conjunt del sector agroalimentari.

Respecte a la grandària, en el model també s'han inclòs dues variables específiques com són el volum de vendes i el creixement de l'actiu. En la literatura no existeix un consens clar en relació a la influència que pugui tenir la grandària d'una empresa sobre la rendibilitat. Alguns suggereixen que les empreses més petites poden adequar-se amb més facilitat i menor cost als canvis en la demanda (Fernández, 2000). D'altra banda, empreses més grans disposen d'un major poder de negociació sobre els seus proveïdors i poden aprofitar millors economies d'escala (Amato i Amato, 2004). Específicament en el sector vinícola, treballs previs com el de Bava i Gromis di Trana (2016) o el de Sellers i Alampi-Sottini (2016) van identificar una influència positiva de la grandària sobre la rendibilitat. En la mateixa línia, per al sector agroalimentari espanyol, treballs com els de Grau i Reig (2015) o el de Gallizo et al. (2019) mostren que la rendibilitat es veu positivament afectada per uns majors nivells de creixement de l'actiu. Per això, esperem una relació positiva respecte la rendibilitat per part de totes dues variables.

La rendibilitat està estretament lligada amb l'estructura de capital. En estudis anteriors es va obtenir que el deute financer ajuda a les empreses a millorar el seu rendiment (Ting i Llegeixin, 2011; Ahmad i Abdul-Rahim, 2013), mentre que altres estudis van obtenir una relació significativa i negativa entre endeutament i rendibilitat, que està en línia amb la teoria d'ordre jeràrquic, de manera que les empreses rendibles opten per endeutar-se només si la seva estructura de capital és tal que els permet obtenir guanys futurs d'acord amb els termes i condicions dels seus prestadors (Nadaraja et al., 2011). En les empreses del sector del vi, a causa de les necessitats d'inversió per a modernització i accedir als mercats internacionals, el deute financer és l'instrument que permet elevar el seu nivell de competitivitat (Aytac, et al., 2016). En relació amb el palanquejament, la variable considerada ha estat el ràtio d'endeutament, calculat com el passiu total dividit entre l'actiu total de l'empresa.

L'endeutament és una variable de control habitual en estudis sobre empresa familiar perquè, com suggereixen Demsetz i Lehn (1985) o Randoy i Goel (2003), el tipus de propietat de la companyia pot influir en la seva estructura de capital, no en va, moltes empreses familiars preferiran incórrer en un major deute abans que incrementar capital per a finançar les seves inversions, evitant així l'entrada de propietaris externs a la família (Anderson et al., 2003). De la mateixa manera, moltes petites i mitjanes

empreses també prefereixen ser més prudents, evitant incórrer en elevats nivells de deute per a no perdre la seva independència respecte als creditors (López-García i Aybar-Arias, 2000), i tot això genera restriccions al creixement que poden condicionar l'acompliment de les companyies. En línia amb les teories d'agència i d'ordre jeràrquic, així com per l'argumentat en la majoria de la literatura financera (Steward i Majluf, 1984; Gallizo et al., 2019; Pacheco, 2019; Sánchez et al., 2019), esperem una relació negativa entre l'endeutament i la rendibilitat.

Finalment, hem inclòs també altres variables habituals en la literatura, la influència de la qual sobre la rendibilitat ha estat anteriorment reportada. En primer lloc, hem inclòs l'edat de la companyia. La inclusió de l'edat com a variable de control és habitual en la literatura (Andres, 2014; Arosa et al., 2010; Cabrera-Suárez i Martín-Santana, 2015). L'edat és vista com l'habilitat de la companyia per a mantenir-se i competir en un entorn altament competitiu com és el món empresarial, de manera que una companyia longeva ha demostrat la seva capacitat d'adaptació a aquest. D'altra banda, Cooley i Quadrini (2001) també afirmen que el creixement de la companyia decreix a mesura que l'edat augmenta. De la mateixa manera, Shleifer i Vishny (1989) suggereixen que en empreses familiars, l'atrinxerament familiar també pot provocar que els fundadors romanguin actius en la companyia encara que ja no siguin prou competents, sent aquest un cost habitual en societats de propietat concentrada. En la literatura s'han obtingut resultats dispers en relació a aquesta variable, mentre Evans (2007) va observar una relació positiva entre edat i rendibilitat, Andres (2014) va obtenir una relació inversa. Específicament en el sector vinícola, Bava i Gromis di Trana (2016) no van observar cap relació significativa entre l'edat dels cellers de la regió de Piemont i la seva ROI (Return on investments), però sí una relació negativa amb la seva ROT (Return on turnover) Per això, la relació esperada en aquesta ocasió no resulta clara.

Una altra variable incorporada en l'estudi és el crèdit comercial concedit per les empreses en relació al seu volum de vendes. Estudis previs (Smith, 1987; Long et al., 1993; Rodríguez, 2008) suggereixen que una manera de destacar la qualitat del producte és la concessió de crèdit comercial. Com suggereixen Grau i Reig (2015) a les empreses d'alta qualitat els interessarà donar a conèixer el seu producte i crear-se una reputació donant facilitats de pagament al client, mentre que a les empreses de baixa qualitat no els interessa oferir ajornament pel cost que suposa i el risc que el client retorni el producte al no reunir les condicions de qualitat exigides. Per al conjunt del sector agroalimentari espanyol Grau i Reig (2015) van obtenir evidència de l'efecte positiu del crèdit comercial sobre la rendibilitat.

També s'ha inclòs en el model si la companyia realitza o no activitat exportadora. Com afirma Pacheco (2019), venent en nous mercats geogràfics, les companyies aconsegueixen eixamplar la seva base de consumidors i poden aconseguir majors volums de vendes. En obrir nous mercats es crea espai per a l'expansió i habilita la consecució d'economies d'escala i major eficiència, per això una estratègia d'exportació a mercats estrangers és considerada un factor crucial per al creixement de la companyia i la rendibilitat (Lu i Beamish, 2006). És d'esperar per tant que s'obtingui una relació positiva entre aquesta variable i la rendibilitat del sector vinícola, com ja succeeix en el treball de Bava i Gromis di Trana (2016).

Finalment, i com a novetat respecte a estudis anteriors, també s'ha inclòs en el model el denominat **ràtio d'emmagatzematge**, que és la relació entre les existències de vi en els

cellers i el seu import de vendes. Aquest és un ràtio molt utilitzat en el sector pel seu contingut informatiu, d'una banda, si la ràtio creix pot indicar excés d'emmagatzematge i pot pressionar els preus a la baixa en la pròxima verema, d'altra banda, la ràtio conté un *estoc de qualitat*, això és, un indicatiu de la proporció de vi que es troba en procés d'envelliment en el celler, la qual cosa pot exercir una influència rellevant en la rendibilitat del celler, així per exemple, en cellers de Rioja el ràtio oscil·la entorn de 3 (Barco, 2015).

Taula 1. Variables explicatives del model

Variable	Descripció	Relació esperada
Familiar	Variable dummy que pren el valor 1 si l'empresa és familiar i 0 en cas contrari.	+
Variables d'Eficiència		
Rotació Actiu	Vendes / Actiu total	+
Eficiència costos	Benefici net / Costos operatius	+
Variables de Dimensió		
Ln Vendes	Logaritme de la Xifra de vendes	+
Creixement actiu	(Actiu Total any j / Actiu Total any j-1)-1	+
Variables de Palanquejament		
Endeutament	Total Passiu / Total Actiu	-
Altres variables		
Ln Edat	Logaritme del nombre d'anys de la companyia des de la seva constitució	+/-
Crèdit comercial	Comptes de cobrament pendent amb clients / Xifra de Vendes	+
Exportadora	Variable dummy que pren el valor 1 si l'empresa realitza activitat exportadora i 0 en cas contrari	+
Emmagatzematge	Volum d'existències / Xifra de Vendes	+

4. Resultats

4.1. Anàlisi descriptiva

En la Taula 2 es mostren els estadístics descriptius corresponents a les variables utilitzades en el model.

Com es pot observar, la rendibilitat mitjana de les empreses al llarg del període ha estat del 3,93%. Podent destacar que en termes mitjans, els cellers familiars han obtingut uns nivells de rendibilitat gairebé mig punt per sobre dels cellers no familiars.

Taula 2. Estadístics descriptius de les variables.

	Obs.	Mitjana	Desv. St.	Min.	Max.	Familiar (mitjana)	No familiar (mitjana)
ROA	2520	0,0393	0,0735	-0,5439	0,8729	0,0423	0,0381
Familiar	2510	0,7422	0,4375	0	1	1	0
Rotació Actiu	2516	0,5698	0,4595	0,0004	4,5968	0,5813	0,5046
Eficiència en costos	2455	1,0305	0,3333	0,0134	5,3381	1,0369	1,0093
Vendes (milers €)	2519	10,185	38,504	0,6064	836,509	9,766	11,576
Creixement actiu	2505	0,0943	0,5106	-0,9681	9,8488	0,0890	0,7535
Endeutament	2525	0,4700	0,2665	0,0043	2,1940	0,4523	0,4925
Edat (anys)	2523	26,98	19,2	0,5	128	26,19	29,38
Crèdit Comercial	2496	0,4185	0,8123	0,0001	20,5157	0,4101	0,4021
Exportadora	2525	0,7386	0,4395	0	1	0,7317	0,8026
Emmagatzematge	2473	0,7509	0,7435	0	10,7616	0,7191	0,8429

Precisament, en relació al caràcter familiar dels cellers, els estadístics descriptius mostren que en un 74,22% de les observacions la propietat recau en mans d'una família, mentre que el 25,78% restant correspondrien a empreses no familiars. També es pot observar que el 73,86% de les empreses ven part de la seva producció a l'exterior, mentre que el 26,14% se centra únicament en el mercat regional o nacional, sent major la propensió a exportar en el cas de les empreses no familiars. Quant a la longevitat de les empreses, observem que aquesta es situa de mitjana sobre els 27 anys, si bé l'elevada dispersió ens mostra l'existència d'una combinació de cellers encara joves amb cellers ja amb molts anys d'experiència (alguns d'ells per sobre dels 100 anys).

Sobre les variables econòmiques del model, observem que la facturació mitjana d'aquestes empreses al llarg del període és pròxima als 10 milions d'euros a l'any, si bé també existeixen diferències molt importants entre cellers. Quant al creixement, s'observa que durant aquests anys les empreses del sector han experimentat un notable increment dels seus volums d'actiu, situant-se el creixement mitjà del mateix pròxim al 9,5%.

Quant a l'eficiència en l'ús dels actius dels cellers de vi, observem una rotació mitjana de 0,5698; es tracta d'un valor bastant baix que ens indica que per cada euro invertit en l'actiu es generen 0,57€ de vendes. No obstant això, aquests valors no haurien de sorprendre, atès que es tracta d'un sector que requereix d'una elevada infraestructura fixa, per la qual cosa resulta lògica la baixa contribució de la rotació a la rendibilitat econòmica. Mentre que en analitzar l'eficiència en costos, observem que per cada euro de cost operatiu les empreses del sector van generar de mitjana 1,03€ de beneficis. En tots dos indicadors, les empreses familiars han obtingut en termes mitjans uns majors nivells d'eficiència que els cellers de propietat no familiar.

Observem també, uns nivells mitjans d'endeutament en el sector pròxims al 47% del total del balanç. Sent aquests nivells superiors en les empreses no familiars. Un resultat que s'explicaria per la major aversió al risc de les empreses familiars. Quant al ràtio d'existències sobre vendes, aquest se situa al voltant del 0,75, si bé existeixen importants diferències entre els cellers familiars i els no familiars. S'observa, com aquest ràtio és significativament superior en el cas dels cellers no familiars, la qual cosa

s'explica per ser cellers de major dimensió que posseeixen major capacitat d'emmagatzematge i estan en disposició de dedicar major proporció de la seva producció a vins que requereixen d'un procés d'envelliment.

Una informació més completa sobre les variables econòmiques i la situació del sector pot obtenir-se dels resultats de la Taula 3, on es mostra com han evolucionat aquestes al llarg del període.

Taula 3. Evolució anual de les variables econòmiques (2014-2018).

	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	0,0312	0,0384	0,0423	0,0446	0,0396
Rotació Actiu	0,5693	0,5491	0,5667	0,5690	0,5948
Eficiència en costos	1,0205	1,0454	1,0362	1,0385	1,012
Vendes (milers)	9.527	9.477	9.862	10.775	11.278
Creixement Actiu	0,1706	0,0840	0,0967	0,0692	0,0536
Endeutament	0,4902	0,4716	0,4663	0,4633	0,4588
Crèdit comercial	0,4432	0,4773	0,4194	0,3890	0,3653
Emmagatzematge	0,7929	0,7680	0,7521	0,6987	0,7439

En quant a la rendibilitat, observem que la seva variació se situa entre el 3% i el 4,5% durant els cinc anys d'estudi, experimentant una tendència positiva que es va veure interrompuda durant l'últim any d'anàlisi. Durant aquest període, el sector ha donat mostres de creixement, com es desprèn de l'augment dels nivells de vendes de les empreses del sector, així com del creixement dels seus volums d'actiu, per damunt sempre del 5%. Pel que fa a la rotació de l'actiu, aquesta s'ha mantingut constant, encara que s'observa un creixement al 2018, el mateix que l'eficiència en costos, si bé aquesta empitjora al 2018. Finalment, observem també algunes tendències de les empreses de la mostra, com és la lenta però progressiva reducció dels nivells d'endeutament, així com la reducció del crèdit comercial concedit als seus clients i la reducció de les existències en relació a les vendes, indicant aquest últim ràtio una certa recuperació del mercat amb un augment de vendes.

Amb la finalitat de testar la multicolinealitat de les variables del model, en la Taula 4 es mostra la matriu de correlacions. Tal i com es pot apreciar, la correlació entre les variables és en general baixa, i en cap cas resultaria significativa perquè cap d'elles excedeix tan sols del 0,40. Per a complementar l'anàlisi, en la taula es proporciona també el factor d'inflació de la variància (VIF). Podem observar que el VIF se situa per sota de 2 en tots els casos, els que significa que els resultats no estaran esbiaixats a causa de problemes de multicolinealitat.

Taula 4. Correlacions Pairwise i Factor d'inflació de la Variància (VIF).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	VIF
(1) ROA	1											
(2) Familiar	0.0907*	1										1.07
(3) Exportadora	0.0608*	-0.0843*	1									1.11
(4) Rotació	0.2299*	0.0645*	0.0328	1								1.34
(5) Eficiència costos	0.3542*	0.0376	0.1018*	0.0804*	1							1.15
(6) LN Vendes	0.1427*	-0.1674*	0.3152*	0.3014*	0.2529*	1						1.45
(7) Cr. Actiu	0.0188	0.0221	-0.0496	-0.0217	0.0694*	-0.0045	1					1.04
(8) Endeutament	-0.1681*	-0.0491	-0.0455*	0.2419*	-0.0707*	0.0047	0.0617*	1				1.13
(9) Ln Edat	-0.0308	-0.0053	0.1059*	0.0027	0.350	0.2657*	-0.1507*	-0.2141*	1			1.14
(10) Cred. Comercial	-0.0044*	0.0116	-0.1409*	-0.1089*	-0.0940*	-0.1817*	0.0532*	0.0435*	-0.1022*	1		1.06
(11) Emmagatzematge	-0.2233*	-0.0730*	-0.0752*	-0.3688*	-0.2910*	-0.2988*	-0.0799*	-0.0542*	-0.0214	0.1464*	1	1.31

*p<0.05

4.2. Model de regressió

La relació entre les variables explicatives del model i la rendibilitat econòmica dels cellers de la mostra ha estat estimada mitjançant tres models de regressió diferents utilitzant dades de panell: Mínims Quadrats Ordinaris (OLS), Model d'Efectes Fixos (FEM) i Model d'Efectes Aleatoris (REM). Per a seleccionar el model més adequat, en primer lloc es va dur a terme el Breusch-Paugen test, el qual ens va conduir a rebutjar la hipòtesi nul·la, la qual cosa significa que REM resulta més adequat que OLS. A continuació, es realitzà el Hausman Test, que ens portà a acceptar la hipòtesi nul·la, la qual cosa significa que el REM és preferible al FEM. Per tant, el model més adequat per a l'estimació del model plantejat en aquest treball és el REM. El resultat era esperat tenint en compte que, com suggereixen King i Santor (2008) i Pacheco (2019), REM resulta especialment adequat quan algunes variables resulten invariables o experimenten pocs canvis al llarg del temps, com és el nostre cas. A continuació, per tant, els resultats que es mostren en la Taula 5 corresponen a aquest model.

Els resultats del model mostren que la propietat familiar dels cellers de vi genera, si bé d'una manera feble (al 10% de significació), una influència positiva sobre els nivells de rendibilitat econòmica d'aquestes. Es confirma per tant que els avantatges que la propietat familiar aporta a la gestió de l'empresa es tradueixen en unes rendibilitats superiors en el cas dels cellers de vi.

Com era d'esperar, les variables relacionades amb l'eficiència dels actius dels cellers de vi, i l'eficiència en costos, influeixen d'una manera positiva i altament significatiu (a l'1%) sobre la seva rendibilitat econòmica. Aquest resultat seria coincident amb l'obtingut per Grau i Reig (2015) i Gallizo et al. (2019) per al conjunt del sector agroalimentari espanyol, i mostra la importància que té l'aprofitament dels recursos disponibles i de les despeses incorregudes a l'hora de generar elevades rendibilitats.

Taula 5. Resultats del model de regressió amb efectes aleatoris (REM).

Variable	Coef.	Std. Error	Z
Familiar	0.0092	0.0051	1.81*
Rotació actiu	0.0461	0.0043	10.72***
Eficiència en costos	0.0528	0.0044	12.05***
Ln Vendes	0.0046	0.0019	2.40**
Creixement Actiu	0.0049	0.0023	2.15**
Endeutament	-0.0780	0.0072	-10.82***
Ln Edat	-0.0071	0.0031	-2.32**
Crèdit Comercial	0.0073	0.0015	4.85***
Exportadora	0.0039	0.0052	0.74
Emmagatzematge	0.0026	0.0015	1.78*
Constant	-0.0360	0.0175	-2.06
OverallR ²	0.2050		
Wald Chi ²	488.79		
	(0.000)		

Nivells de significació *p<0.1; **p<0.05; * p<0.001

En quant a les variables relacionades amb la dimensió dels cellers, els resultats mostren que uns majors nivells de facturació contribueixen d'una manera significativa (al 5%) a l'obtenció d'uns majors nivells de rendibilitat econòmica. De la mateixa manera, el creixement anual de l'actiu també mostra una influència positiva i significativa (al 5%) sobre aquests nivells de rendibilitat. Aquests resultats estan en línia amb els obtinguts per Bava i Gromis di Trana (2016) i Sellers i Alampi-Sottini (2016), i demostra la importància que té en el sector l'aprofitament d'economies d'escala així com posicions fortes a l'hora de negociar amb la resta de baules de la cadena de valor.

D'altra banda, i com esperàvem, uns majors nivells d'endeutament influeixen negativament en la rendibilitat perquè les despeses financeres suposen una restricció als beneficis del celler i a la seva capacitat de reinversió. A més, també s'ha observat una influència negativa per part de l'edat, un factor que alguns estudis han justificat pel menor creixement de la companyia a partir de certes edats i, en el cas d'empreses familiars, per l'atrinxerament dels seus propietaris fundadors (Shleifer i Vishny, 1989). En canvi, la concessió d'uns majors nivells de crèdit comercial als clients influeix d'una manera positiva i significativa (a l'1%). Aquest resultat corroboraria la idea que uns majors nivells de crèdit s'associen a una major qualitat del producte (Grau i Reig, 2015), la qual cosa en aquest cas permetria als cellers treballar amb majors marges incrementat la rendibilitat. De la mateixa manera, una major proporció d'existències en relació a les vendes influeix d'una manera positiva i feblement significativa sobre la ROA, una vegada superat l'estoc de vi jove, s'entra en un estoc de qualitat, en el qual el celler amb suficient capacitat d'emmagatzematge desenvolupa el procés de maduració dels seus vins permetent disposar de productes de major valor afegit i, per tant, de major preu.

Finalment, que el celler realitzi activitat exportadora, no es mostra com un factor determinant dels seus nivells de rendibilitat. Aquest resultat està relacionat amb les dades del sector en el qual la majoria de les empreses són exportadores. Segons dades de l'ICEX, 4.000 empreses espanyoles són exportadores, per tant, aquesta variable no és discriminatòria per a detectar diferències en rendibilitat, com sí que ho seria el volum que exporta cadascuna, o la qualitat del producte que s'exporta (OeMv 2018).

Desafortunadament, no disposàvem de la dada ni de volum de vi exportat, ni del percentatge que representa el granel enfront de l'embotellat jove i de criança per a la seva inclusió en l'estudi.

Una vegada observada la influència positiva que la propietat familiar exerceix sobre la rendibilitat dels cellers, hem considerat convenient ampliar l'anàlisi estimant de nou el model de regressió, però aquesta vegada per a dues mostres diferents, cellers familiars i cellers no familiars. D'aquesta manera, els resultats ens permetran observar si els factors determinants de la rendibilitat són els mateixos per a tots dos tipus d'empreses. Els resultats obtinguts poden veure's en la Taula 6.

Taula 6. Resultats del model de regressió amb efectes aleatoris segons sigui un celler familiar o no familiar.

Variable	Familiar Coef (Z)	No Familiar Coef (Z)
Rotació actiu	0.0449 (10.03)***	0.0405 (3.10)***
Eficiència en costos	0.4890 (9.63)***	0.0620 (7.47)***
Ln Vendes	0.0036 (1.67)*	0.0060 (1.56)
Creixement Actiu	0.0013 (0.49)	0.0132 (3.00)***
Endeutament	-0.0556 (-6.61)***	-0.1326 (-9.82)***
Ln Edat	-0.0062 (-1.61)	-0.041 (-0.85)
Crèdit Comercial	0.0085 (5.55)***	-0.0097 (-1.34)
Exportadora	0.0013 (0.21)	0.0135 (1.24)
Emmagatzematge	-0.0032 (-1.12)	0.0118 (2.76)***
Constant	-0.0221 (-1.18)	-0.0466 (-1.30)
Obs.	1.776	631
Overall R ²	0.1926	0.3065
Wald Chi ²	338.99 (0.0000)	208.85 (0.0000)

Nivells de significació *p<0.1; **p<0.05; *p<0.001

Els resultats obtinguts, si bé semblants als del model general, mostren l'existència d'algunes diferències en quant als factors determinants de la rendibilitat en cellers familiars i no familiars. Es pot observar que, si bé les variables relacionades amb l'eficiència influeixen positiva i significativament sobre la rendibilitat en tots dos tipus d'empreses, no succeeix el mateix amb les variables relacionades amb la dimensió. En el cas de les empreses familiars, el volum de facturació es mostra com una variable que influeix de manera significativa en la rendibilitat econòmica, mentre que el creixement de l'actiu no sembla exercir una influència significativa. En canvi, en el cas de les empreses no familiars, els resultats són els oposats, sent el creixement de l'actiu el que exerceix una influència significativa sobre la rendibilitat, mentre que el volum de negoci manca en aquesta ocasió d'influència.

Igual que en el model general, l'endeutament confirma la seva elevada influència sobre la rendibilitat per a tots dos grups d'empreses. No obstant això, l'edat, per a la qual havíem identificat un efecte significatiu en el model general, ha perdut aquesta característica en estimar els models per separat, perdent la seva significació en tots dos casos.

També crida l'atenció, com el crèdit comercial exerceix una influència positiva i altament significativa sobre la rendibilitat de les empreses familiars (igual que en el

model general), no obstant això, aquesta variable manca de significació per als cellers no familiars. És a dir, la concessió de majors nivells de crèdit als seus clients resulta molt més important en el cas dels cellers familiars. Per contra, la presència d'uns majors nivells d'existències influeix d'una manera significativa i positiva sobre la rendibilitat dels cellers no familiars, en canvi, manca de significació estadística per a les familiars. Es tracta d'un efecte relacionat amb la grandària, doncs els cellers no familiars són de major dimensió i això els permet una alta capacitat d'emmagatzematge amb el que poden produir vins de llarg procés de maduració i de major preu en el mercat afectant positivament la seva rendibilitat.

Finalment, els resultats mostren de nou que l'activitat exportadora, no exerceix cap mena d'influència estadísticament significativa sobre la rendibilitat. L'exportació no és una diferenciació, és una necessitat per a la gran majoria de cellers espanyols, que independentment de la grandària que tinguin competeixen en un mercat global amb empreses de països que són grans productors en qualsevol punt allunyat del mapa. Per tant, per a augmentar la rendibilitat dels cellers espanyols no es tracta d'exportar o no exportar, sinó de vendre un producte amb major valor afegit i millors preus.

5. Conclusions

En relació a la influència de les variables de control sobre la rendibilitat, els nostres resultats indiquen que a mesura que augmenta la dimensió de l'empresa la seva rendibilitat és major. És clar que en el sector del vi la grandària de l'empresa explica la seva capacitat per a obtenir majors recursos financers i suportar les necessàries inversions en instal·lacions, capacitat d'emmagatzematge i recerca i desenvolupament aplicades a la producció, la qual cosa permet la venda de vi de major qualitat i millor preu en el mercat.

S'ha obtingut que el caràcter exportador, o no, del celler, no és un factor determinant de la rendibilitat. Aquest resultat és coherent amb les dades del sector on s'observa que la majoria de les empreses vinícoles són exportadores, per tant, aquesta variable no és discriminatòria per a detectar diferències en rendibilitat.

Com a variable explicativa, el caràcter familiar del celler indica una influència positiva sobre els nivells de rendibilitat econòmica que s'explica pels menors costos d'agència. No obstant això, les empreses familiars són de menor grandària i això els impedeix aconseguir un volum de facturació suficient per a operar en el mercat exterior i competir amb les grans empreses.

El creixement de l'actiu actua positivament en favor de la rendibilitat, les noves inversions en tecnologia, així com la disponibilitat per a obtenir major capacitat d'emmagatzematge estan aportant als cellers la disposició de recolzar millors preus dels vins Premium espanyols. La transició a un canvi de les vendes de vins de granel per vins de llarg cicle d'elaboració ve unida al creixement de la grandària de les empreses, mitjançant acords de comercialització, aliances o fusions, tot això amb la finalitat d'aportar millors resultats i major rendibilitat.

Referències

- Ahmad, N. i Abdul-Rahim, F. (2013). "Theoretical investigation on determinants of government-linked companies capital structure". *Proceedings of 3rd Asia-Pacific Business Research Conference Kuala Lumpur*. 1–14.
- Amato, J.H. i Amato, C.H. (2004). "Firm size, strategic advantage, and profit rates in US retailing". *Journal of Retailing and Consumers Services*, 11, 181-193.
- Anderson, R.; Mansi, S. i Reeb, D. (2003). "Founding family ownership and the agency cost of debt". *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Andres, C. (2014). "Large shareholders and firm performance-An empirical examination of founding-family ownership". *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Arosa, B.; Iturralde, T. i Maseda, A. (2010). "Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish senar-listed family firms". *The Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 236-245.
- Aytac, B.; Hoang, T.; Lahiani, A. i Michel, L. (2016). "Working capital management and profitability of winefirms in France: an empirical analysis". *AAWE WorkingPaper*, núm. 201, Business. American Association of Wine Economists.
- Ballesteros, P. (2018). "Spanish wine industry in numbers". Decanter. Mars.
- Barco, E. (2015) "The configuration of the wine sector in the Qualified Appellation of Origin Rioja. Part I: characterization". *RIVAR*, 2(5), 40-63.
- Bava, F. i Gromis di Trana, M. (2016). "Profitability determinants in the wine industry: the case of Piedmont". *Electronic Journal of Management*, 2, 1-20.
- Boccardo, L.; Giacosa, E. i Ferraris, A. (2015). "The family variable in the wine sector: an Italian perspective". *International Journal of Management Practice*, 8(3), 199-215.
- Bresciani, S.; Giacosa, E.; Broccardo, L. i Culasso, F. (2016). "The family variable in the French and Italian wine sector". *Euromed Journal of Business*, 11(1), 101-118.
- Cabrera-Suárez, M.K. i Martín-Santana, J.D. (2015). "Board composition and performance in Spanish senar-listed family firms: The influence of type of directors and CEO duality". *Business Research Quarterly*, 18, 213-229.
- Cooley, T.F. i Quadrini, V. (2001). "Financial markets and firm dynamics". *American Economic Review*, 91, 1286-1310.
- Deloitte (2019). *Wine Industry benchmarking and insights 2018*, New Zealand.
- Demsetz, H. i Lehn, K. (1985). "The structure of corporate ownership: Causis and consequences". *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Evans D.S. (2007). "Tests of alternative theories of firm growth". *The Journal of Political Economy*, 95, 657-674.
- Fernández, M.T. (2000). "La industria agroalimentaria en España: características generales y comportamiento empresarial". *Boletín Económico del ICE*, Madrid, Spain. Work Document 2657.
- Fishman, A.; Finkelstein, I.; Simhon, A. i Yacouel, N. (2018). "Collective brands". *International Journal of Industrial Organization*, 59(C), 316-339.

Fuentes-García, F.; Cosano-Carrillo, A. i Sánchez-Càhissessis, S. (2015). “Exploratory analysis of foreign markets for Spanish organic wines”. *Ciencia e Investigación Agraria*, 42(2), 139-152.

Gallizo, J.L. i Moreno, J. (2019). “The influence of family ownership in the profitability of vertically integrated companies. Evidence from the Spanish agri-food industry. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 17(2), e0108.

García, F. y Avella, L.A. (2007). “Influencia de la competitividad sobre la decisión de exportación en las PYMEs: efecto moderador de las condiciones del mercado interior”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 27-46.

Grau A.J. i Reig, A. (2015). “Vertical integration and profitability of the agrifood industry in an economic crisis context”. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 13(4) 1-14.

Instituto de la Empresa Familiar (2015). “L'Empresa Familiar a Espanya”. *Editat per IEF*.

Jordan, D.J.; Aguilar, D. i Gillinsky, A. (2010). “Benchmarking Winery Financial Performance”. Oct 2010 issue of *Wine Business Monthly*.

King, M. i Santor, E. (2008). “Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms”. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2423-2432.

Long, M.S.; Malitz, I.B. i Ravid, S.A. (1993). “Trade credit, quality guarantees and product marketability”. *Financial Management*, 22, 117-127.

López-García, J. i Aybar-Arias, C. (2000). “An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies”. *Small Business Economics*, 14(1), 55-63.

DL., J. i Beamish, P. (2006). “SME internationalization and performance: Growth vs. profitability”. *Journal of International Entrepreneurship*, 4(1), 27-48.

Mandl, I. (2008). “Overview of family business relevant Issues”. Final Report. European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General. Vienna.

MAPA (2005). “*Diagnostico y análisis estratégico del sector agroalimentario español. Análisis de la cadena de producción y distribución del sector del vino*”. Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

Mazzi C. (2011). “Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges”. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166-181.

Medina Albaladejo, F. i Martínez Carrión, J.M. (2012). “La competitividad de las exportaciones de vino español y el mercado mundial 1960-2011”. *Documentos de trabajo, UAB*, 2012-3.

Nadaraja, P.; Zulkafli, A.H. i Masron, T.A. (2011). “Family ownership, firm's financial characteristics and capital structure: evidence from public listed companies in Malaysia”. *Economia Seriosa Management*, 14(1), 141-155.

OeMv(2018). “Informe económico sobre la evolución del sector en 2017”. Memoria Observatorio Español del Mercado del Vino 2018.

- Pacheco, L. (2019). "Internationalization effects of financial performance: The case of Portuguese industrial SMEs". *Journal of Small Business Strategy*, 29(3), 97-116.
- Randoy, T. i Goel, S. (2003). "Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: Implications for financing entrepreneurial opportunities". *Journal of Business Venturing*, 18(5), 619-637.
- Rebel·lo, J.; Gouveia, S.; Lourenço-Gomes, L. i Marta-Costa, A. (2018). "Wine Firm's and Economic Performance: Evidence from Traditional Portuguese Wine Regions". In, *Engrapis and Wines – Advances in Production, Processing, Analysis and Valorization*. IntechOpen, Croatia, Chapter 14, 307-370.
- Rodríguez, O.M. (2008). "El crédito comercial: marco conceptual y revisión de la literatura". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(3), 35-54.
- Sánchez, L.; Gallizo, J.L. i Moreno, J. (2019). "The influence of the CEO in listed family businesses". *Intangible Capital*, 15(2), 128-142.
- Sellers, R. i Alampi-Sottini, V. A. (2016). "The influence of size on winery performance: Evidence from Italy". *Wine Economics and Policy*, 5, 33-41.
- Sellers, R. i Más, F.J. (2013). "Rentabilidad de las empresas vinculadas a las marcas colectivas en el sector vinícola". *Universia Business Review*, 2º trimestre, 68-83.
- Shleifer, A. i Vishny, R. (1989). "Management entrenchment: The case of manager-specific investments". *Journal of Financial Economics*, 25, 123-140.
- Smith, J. (1987). "Trade credit and informational asymmetry". *Journal of Finance*, 42(4), 863-872.
- Soler, I.P.; Gamar, G. i Guerrero-Murillo, R. (2017). "Family and senior-family business behavior in the wine sector: A comparative study". *European Journal of Family Business*, 7, 65-73.
- Stewart C.M. i Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ting, I. W. K. i Llegeixin, H. H. (2011). "Capital structure of government-linked companies in Malaysia". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(2), 137-156.
- Vaknin, O. (2010). "The Family Business Risk Profile", *Working paper, Stern School of Business*, Glucksman Institute for Research in Securities Markets, NY, 1-22.